

FACTORES QUE IMPULSAN LA DESDOLARIZACIÓN EN EL PERÚ

Trabajo de Suficiencia Profesional presentado

para optar al Título profesional de Licenciada en Economía

Presentado por

Mariela Isabel Benites Sánchez

Lima, Enero 2020

Resumen

Este trabajo estudia los diversos factores que impulsaron la dolarización de la economía peruana después de la crisis monetaria de 1990 cuando se empezó a hablar de dolarizar por completo la economía. Durante las últimas dos décadas el comportamiento de los consumidores y las empresas con respecto a la tenencia de dólares ha disminuido, el nivel de dolarización de tanto créditos como depósitos ha disminuido en aproximadamente 50 por ciento. El presente análisis discute los riesgos de la dolarización parcial de la economía, el caso de éxito de desdolarización que ha sido el Perú, y la importancia de tres factores esenciales: Buena políticas macroeconómicas y su correspondiente estabilidad, la apertura y desarrollo del mercado de capitales en soles y las medidas macroprudenciales tomadas por el BCRP para reflejar mejor los riesgos cambiarios. Asimismo, se discuten los hallazgos empíricos mas importantes sobre el poder de estas medidas y la existencia de comportamientos heterogéneos entre agentes.

Abstract

This paper studies the various factors that drove the dollarization of the Peruvian economy after the monetary crisis of 1990, when the authorities began to talk about completely dollarizing the economy. During the last two decades the behavior of consumers and firms with respect to the holding of dollars has decreased, the level of dollarization of both credits and deposits has decreased by approximately 50 percent. This analysis discusses the risks of the partial dollarization of the economy, the success story of de-dollarization that has been Peru, and the importance of three essential factors: Good macroeconomic policies and their corresponding stability, the opening and development of the capital market in soles and macroprudential measures taken by the BCRP to better reflect foreign exchange risks. Likewise, the most important empirical findings about the power of these measures and the existence of heterogeneous behaviors among agents are discussed at the end of this paper.

TABLE OF CONTENTS

INDICE DE GRÁFICOS

1. INTRODUCCIÓN

La dolarización de una economía es la respuesta natural a periodos de alta turbulencia macroeconómica y niveles de inflación altos que motivan a la sustitución de la moneda local, en el caso peruano, el sol, por el dólar americano. Es el legado de disrupciones severas en la economía, y la historia peruana está llena de estos casos desde su fundación. Varias décadas de mal manejo macroeconómico y alta dependencia de la economía por la extracción de recursos como modelo de riqueza, impulsaron el alza del dólar como moneda de cambio. Todo esto junto con la inestabilidad macroeconómica de los sesentas, setentas y ochentas, solo incentivaron y agudizaron este proceso hasta llegar al punto en que se consideró dolarizar totalmente la economía peruana, sin éxito.

Este proceso comienza a revertirse con la independización del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) que hizo posible que se comenzaran a tomar medidas importantes a nivel macroeconómico, como acogerse a una meta de inflación, la fijación de precios en soles, encajes bancarios diferenciados para los préstamos, de manera que se comenzaron a remover los dólares como moneda de cambio en la economía. En general, se considera que el proceso de desdolarización en el Perú ha sido exitoso y fue ampliamente basado en estas medidas del BCRP.

Sin embargo, los agentes económicos no parecen estar dispuestos a abandonar la seguridad de protegerse en moneda extranjera. Esto no es de extrañarse debido a la abundancia de crisis cambiarias e inflacionarias que hemos sufrido, sin embargo, después de casi tres decenios de bonanza económica, sin crisis inflacionarias, el comportamiento de muchos de los agentes no se ha modificado, a pesar de los buenos resultados macroeconómicos obtenidos[1].

Cabe entonces preguntarse, ¿por qué la persistencia del dólar en la economía peruana? Según las estadísticas, alrededor 60 por ciento de todas las transacciones se siguen haciendo en dólares. Más aún, cerca del 30 por ciento de la población todavía ahorra en dólares, los depósitos de CTS y los aportes a los sistemas privados de pensiones en dólares, tampoco han variado en los últimos años.[2]

Pero no es solo el comportamiento del consumidor el que se mantiene con una predilección por el dólar. De igual manera el gobierno y las empresas privadas mantienen un alto nivel de dolarización. Cerca del 40% de las deudas de las empresas se mantienen en dólares, aun en firmas que perciben sus ingresos en soles. Cabe entonces explicar qué factores se han dado para reducir

---

[1] Existe gran cantidad de literatura que ha documentado que la dolarización financiera en algunas economías emergentes muestra lo que se llama "histéresis", es decir, aumenta en períodos de desbalance económico, pero no cae proporcionalmente cuando la economía se estabiliza.

[2] Aunque la economía peruana todavía se considera dolarizada bajo el índice de dolarización del FMI se asume que la economia ha sido un caso de éxito al disminuir su nivel de dolarización en casi 50% en 15 años.

la dolarización en el Perú, cuáles de ellos han sido exitosos y qué es lo que falta para que la economía se mueva casi exclusivamente en moneda local, como lo hacen muchos de los países en nuestra región.

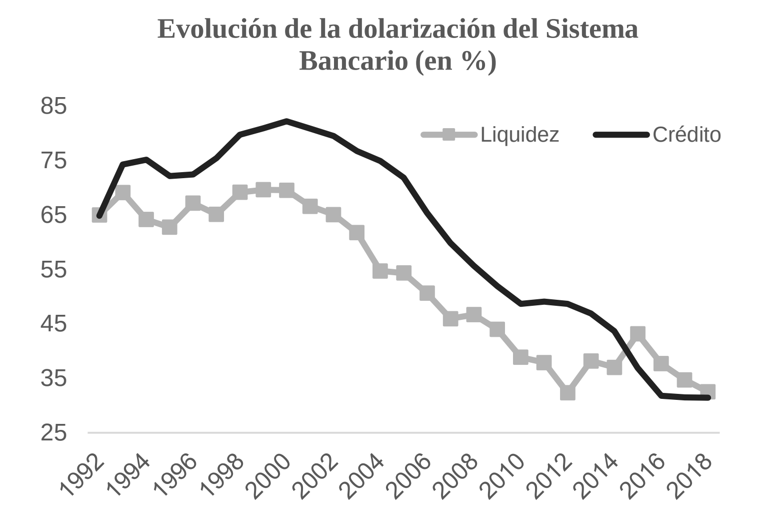


Gráfico 1: Evolución de la dolarización de la liquidez y el crédito del Sistema Bancario Fuente BCRP (2019).

2. MARCO TEÓRICO

2.1. El proceso de dolarización y desdolarización de las economías

En general los agentes económicos, intentando buscar disminuir el riesgo, prefieren activos que permitan proteger el valor de sus recursos financieros. La dolarización surge como un metodo de protección contra altos niveles de inflación que reducen el valor real de activos nominales, como los depósitos de ahorro en moneda nacional.

Como mencionan distintos autores (Levy Yeyati, 2006; Nicoló, Honohan, & Ize, 2005) se pueden distinguir tres tipos de dolarización: (i) **dolarización de los pagos**, que involucra que los residentes usen la moneda extranjera con motivos transaccionales en efectivo para las transacciones económicas; (ii) la **dolarización real**, que consiste en la indexación de los precios y salarios en una economía a la moneda extranjera, como practica de los distintos agentes de cuantificar su riqueza en dólares; y (iii) la **dolarización financiera** (conocida también como sustitución de activos y de la que más se ha investigado) que implica que los residentes posean activos o pasivos financieros en moneda extranjera, ya que la moneda nacional pierde la función de depósito de valor. (Armas, 2016).

Existen riesgos grandes para la economía ligados a la dolarización financiera. Principalmente se habla de descalce cambiario y riesgo de liquidez, en tanto que ambos amplifican los efectos negativos de los shocks externos. Estos deben de ser tomados en cuenta a la hora de considerar las medidas para regular, prevenir o disminuir los efectos posibles de desdolarizar o no la economía. (Kubo, 2017). Cabe mencionar que la dolarización parcial genera mayor volatilidad

en el consumo agregado al incluir la tasa de interés en moneda extranjera como variable importante en la toma de decisiones al gastar; lo que induce a mayor volatilidad en los mercados y más inestabilidad en el sistema financiero, pues ante una caída sorpresiva en la tasa de interés y en el tipo de cambia. Esto reduce la capacidad de pago de los deudores y exacerba el efecto descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera de las empresas; e introduce distorsiones en los precios relativos de la economía, lo que resulta en "*asignaciones no óptimas de consumo, ahorro, inversión y producción, y puede generar presiones sobre la inflación*" (Castillo, Montoro, & Tuesta, 2008).

2.2. Factores que impulsaron el proceso de desdolarización.

La literatura consultada muestra distintos tipos de factores que ayudan a la disminución del nivel de la dolarización de la economía. Aunque existe consenso sobre las categorías a usar, existen ciertas discrepancias sobre ítems en particular dentro de cada categoría de factores, dependiendo del nivel de análisis al que desean llegar. Entre ellas resaltan las buenas políticas macroeconómicas, como aumentar la credibilidad del Banco Central, tener una meta de inflación estable y reforzarse con medidas macroprudenciales.

2.2.1. Buenas Políticas macroeconómicas

Una sostenible y creíble estabilización macroeconómica es crucial en el proceso de desdolarización. El éxito del proceso dependerá de buenas políticas macroeconómicas como la reducción de la inflación y la mejora de la posición fiscal. Una inflación baja reduce la necesidad de tener balances con alta liquidez en moneda extranjera para preservar el poder de compra de los consumidores. Una de las formas más comunes de este proceso es tener una meta de inflación estable (Mecagni et al., 2015).

Una inflación baja permanente es una condición necesaria para fomentar la desdolarización, así la demanda por circulante tiende a recuperarse y los agentes económicos comienzan a usar el billete local como medio de transacción, básicamente para transacciones de bajo valor y con bienes de consumo no duraderos. Los sectores con menores ingresos usan más exhaustivamente el circulante en moneda nacional y son los más afectados por el impuesto inflación. Pero una inflación baja parece ser una condición necesaria pero no suficiente. La moneda débil desplaza a la moneda valiosa que deja de circular; se mantiene bajo la forma de una alta dolarización financiera; el público usa el sol (la moneda débil) para las transacciones y para ahorrar el dólar (la moneda fuerte). Cuando los agentes económicos se acostumbran a la dualidad de monedas en la economía, es sumamente difícil revertir el proceso (Armas, 2016).

Otra buena política macroeconómica que influye en el proceso de desdolarización es la consolidación fiscal, cuyo propósito es disminuir la necesidad de usar medidas discrecionarias y

aumentar la institucionalización de la política fiscal (SEGURA, 2015) puesto que éstas reducen la necesidad del gobierno de prestarse en moneda extranjera y de tener que recurrir a financiamiento inflacionario del banco central. Un balance fiscal positivo puede impulsar también a inversionistas locales a adquirir bonos del gobierno de largo plazo en moneda local, lo que facilita la extensión de la curva de rendimiento y el desarrollo de un mercado financiero local, lo que reduce la necesidad de mantener moneda extranjera como parte de la diversificación del portafolio.

2.2.2. Desarrollo de mercados y liberalización financiera

El desarrollo de mercados financieros en moneda local es fundamental en los procesos de desdolarización, pues así se forma una curva de rendimientos para los distintos plazos, lo que a su vez permite que las empresas se puedan endeudar en moneda local mediante la emisión de bonos. Una de las formas más directas es el esquema de metas en tasas de interés, lo que permite una mayor predictibilidad en el mercado monetario y sus tasas de interés, a la vez que crea un nuevo canal para la política monetaria. La liberalización financiera motiva la desdolarización al remover controles y restricciones que desmotivan el uso de la moneda local(Armas, 2016; Levy Yeyati, 2006). Similarmente las innovaciones financieras como la introducción de instrumentos como las coberturas y bonos indexados a la moneda local reducen la necesidad de tener una cobertura en contra de la moneda o el riesgo de inflación.

Otras mejoras financieras técnicas también ayudan. El manejo eficiente de la liquidez por el banco central hace que las monedas locales sean más atractivas al disminuir la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo. La creación de bonos de mediano y largo plazo en moneda local promueven el desarrollo del sol como moneda de reserva de valor (Garcia Escribano, 2011).

2.2.3. Supervisión y regulación prudencial.

El uso de la moneda local puede ser motivada por las medidas prudenciales que reducen los incentivos de los bancos para hacer sus operaciones financieras en monedas extranjeras. Medidas como requerimientos asimétricos en las reservas y encajes, y el provisionamiento adicional por riesgo crediticio en distintas monedas. (Mecagni et al., 2015)

Sin embargo, la secuencia del uso de las distintas políticas también es crítico. El primer paso es el restablecimiento de la credibilidad de las políticas monetarias y la confianza de los agentes en estas.

Los autores Catao y Terrones mencionan adicionalmente dos factores bastante obvios que modifican el nivel de dolarización. Primero, un crecimiento económico esperado más rápido, al afectar la demanda de crédito y mejorar los retornos de inversión, podría conducir a un aumento / disminución de la dolarización financiera, principalmente a través de dos canales. El primer

canal es a través de una mayor inversión interna, lo que lleva a una mayor demanda, tanto en moneda local como en moneda extranjera. En la medida en que la demanda de préstamos en dólares tenga mayor elasticidad de ingresos que la demanda de préstamos en moneda local, la dolarización de los préstamos aumentará. El otro canal son los mayores ingresos de capitales(Basso, Calvo-Gonzalez, & Jurgilas, 2011; Catao & Terrones, 2016). Al aumentar la confianza de los inversionistas extranjeros en el potencial económico de un país, el crecimiento más rápido esperado ayuda a atraer flujos de capital privado, en su mayoría en dólares, lo que podría aumentar la dolarización de la economía.

Segundo, la demanda por préstamos en dólares y la demanda por préstamos en moneda nacional son influenciados por los precios relativos entre bienes transables y no-transables a nivel internacional. Un aumento en este precio relativo lleva en la mayoría de los casos a un aumento de la demanda de préstamos en moneda nacional como método de defensa, lo que llevaría a una disminución de los créditos en dólares dentro de la economía(Catao & Terrones, 2016).

2.2.4. Factores globales que afectaron el proceso de desdolarización

Un potencial factor externo importante en el proceso de la dolarización y desdolarización es la tasa de interés mundial. Al reducir el costo de la financiación externa en dólares, las tasas de interés mundiales más bajas fomentan los préstamos entre países en dólares. Sin embargo, el efecto neto es ambiguo, dependiendo del nivel inicial de dolarización de depósitos y pasivos en dólares, así como de los costos marginales de administrar cuentas en dólares y cuentas en moneda local. Esto se debe a que, en el mejor de los casos, los bancos igualarán los costos marginales de cada fuente de financiamiento y el costo de cada segmento del mercado de préstamos (Catao & Terrones, 2016). Si las cuotas de los préstamos y depósitos en dólares (como porcentaje del total de préstamos y depósitos totales) ya son altas, los bancos tenderán a beneficiarse de la tasa de interés global más baja para financiar préstamos en moneda local y complementar esa financiación con depósitos en moneda local, desplazando depósitos en dólares Por el contrario, si los niveles iniciales de dolarización (es decir, antes de la disminución de las tasas de interés mundiales) son bajos, el efecto neto será un aumento inequívoco de los préstamos en dólares y una reducción en los depósitos en moneda local

Otro factor externo importante es la aversión al riesgo en los mercados financieros. Un efecto clásico de la creciente aversión al riesgo global es la fuga hacia las monedas de refugio, y el dólar suele ser la opción principal. La huida hacia la seguridad monetaria observada durante la crisis financiera mundial es un buen ejemplo. Un aumento en la aversión al riesgo global generalmente se asocia con precios de activos más volátiles en las economías de mercados emergentes. Como tal, deberíamos esperar que la dolarización financiera aumente en una EME a medida que aumenta la aversión al riesgo global.

2.3. El modelo teórico

Uno de los debates más interesantes en la literatura revisada es el modelo con el que evalúan los factores que afectan la dolarización y desdolarización de la o las economías revisadas. Para hacer un análisis de qué factores realmente influyeron en la desdolarización tanto de los créditos como de los depósitos a lo largo del tiempo, se necesita un modelo estructural. García Escribano (2011) examina los factores que impulsan la desdolarización durante la década del 2000 al 2010. Lss variaciones en el crédito y los depósitos son modelados en con un sistema de vectores autorregresivos (VAR) que incluye a variables como el nivel de inflación, la variación en el tipo de cambio, la tasa de encaje, la emisión de bonos en soles del sector público y privado.

Por otro lado, Catao y Terrones (2016) utilizan un modelo de regresión lineal temporal desestacionalizada y en primeras diferencias de la dolarización del crédito y de los depósitos agregando variables como la existencia de la meta de inflación, la presencia de encajes para dólares, el crecimiento esperado del PBI, etc. Añaden también el efecto de los factores externos, lo que incluye variables como precios de *commodities* y la tasa de interés internacional, y cómo estos afectan el nivel de dolarización del sector financiero de la economía.

Otra discusión metodológica interesante es la utilización de datos de panel y la comparación tanto temporal como entre países para llegar a evaluar qué factores si tienen efecto en distintas economías y cuales son endógenas a una economía particular, en este caso, Perú. Lo interesante de estos análisis es la capacidad de interacción entre políticas. Véase (Basso et al., 2011; Corrales & Imam, 2019; Levy Yeyati, 2006; Mecagni et al., 2015).

3. EVIDENCIA EMPÍRICA

3.1. Historia de políticas y medidas para la desdolarización.

Como menciona Armas (Armas, 2016), la experiencia histórica en el Perú demuestra que forzar la desdolarización con medidas del estado, es poco eficaz en el proceso de desdolarización, ya que estas acciones (1) reducen la eficiencia de las economías al forzar a los diferentes agentes a manejar una moneda que no cumple las funciones básicas del dinero, (2) induce la informalidad al forzar la economía se producen mercados negros más eficientes, y (3), como consecuencia de lo anterior, profundizan la dolarización. Durante los años noventa se comienzan las primeras políticas para disminuir el nivel de depósitos en dólares, con medidas como el artículo 64 de la Constitución de 1993 que establece la nueva tenencia de divisas en el país, sin embargo, muchos de los choques externos afectaron la economía y la solvencia de los agentes, como resultado directo las empresas disminuyeron su apalancamiento en moneda extranjera, sobre todo.

Una de las primeras cosas que tuvo que hacer el Perú fue generar credibilidad e independencia en la política monetaria, renunciando al financiamiento de parte del gobierno central al BCRP,

mejorando y haciendo transparentes las cuentas fiscales. Uno de los primeros resultados en los noventas fue la reducción de la inflación a estándares internacionales, por debajo del 4%. Pero la credibilidad no fue suficiente, el nivel de dolarización del crédito en sistema financiero para el año 2000 era de 82% (BCRP).

3.2. Resultados de los factores que impulsaron la desdolarización en el Perú

3.2.1. Fijación de metas de inflación

A raíz del problema del nivel de dólares en la economía, uno de los primeros impulsos para desdolarizar la economía peruana fue la implementación de una política de fijación de metas para la tasa de inflación (*inflation targeting*). En el año 2002 se adopta formalmente el esquema de inflación con el que el país cuenta hoy en día[3]. El esquema se desarrolló cuando la inflación era cercana a cero, con el objetivo de anclar estas expectativas de inflación a un valor sostenible en el largo plazo (Moneda 179). Para inducir una desdolarización paulatina de la economía, de acuerdo con la literatura sobre sustitución monetaria, era importante lograr que la inflación doméstica y la foránea sean iguales en el largo plazo, de manera que el Sol no pierda su valor real frente al dólar. Esto se obtenía al asemejar la meta de inflación doméstica con la internacional (Vega, 2018), el resultado final debería ser la desdolarización si la volatilidad de la inflación es menor que las fluctuaciones cambiarias. Su éxito se mide tanto en su efectividad en reducir los niveles de inflación, su volatilidad, el anclaje de las expectativas de inflación, entre otras. Usando un análisis de contrafactuales y otras economías comparadas con el Perú, Armas et al (2015) encuentran que el "performance" de las políticas de meta de inflación está dentro de los promedios de la región, pero ha sido efectiva para controlar la volatilidad de la inflación y fue un factor decisivo para controlar la dolarización de la economía[4].

3.2.2. Fijación de precios en soles

Otra de las políticas importantes con el propósito explicito de disminuir la dolarización fue la ley 28300 del 2004, propuesta por el Banco Central que estipulaba que todos los precios debían de ser mostrados en soles. En la práctica, esto introdujo costos de menú para las firmas que estaban acostumbradas a fijar sus precios en dólares, lo que hizo que muchas de ellas cambiaran a fijar algunos de sus bienes y servicios en soles permanentemente. En si lo que hizo fue cambiar el comportamiento de las empresas peruanas. Castellares y Toma (2019) concluyen que el efecto de la ley disminuyó el efecto del traspaso a los precios de la inestabilidad del tipo de cambio (ERPT

---

[3] Perú fue el primer país parcialmente dolarizado en hacerlo. La meta original fue de 2.5 por ciento de inflación con un margen de 1 punto.

[4] Esta información es respaldada por diferentes *papers*. Véase (Catao & Terrones, 2016), (García Escribano, 2011), (*Peru*, IMF, 2015), (Ore, Pardo Figueroa, Contreras, Ortiz, & Castillo, 2018)

por sus siglas en inglés). Adicionalmente, ellos encuentran evidencia de que este efecto fue diferenciado entre bienes y servicios, con su mayor impacto en bienes no duraderos.

3.2.3. Encajes diferenciados por moneda a las empresas bancarias

La política de encajes diferenciados como medida prudencial es uno de los instrumentos favoritos de los bancos centrales. La discusión lo toma como un impuesto a la intermediación financiera, tratando de controlar los flujos tanto de dinero como de operaciones en monedas determinadas a lo largo de una economía. El aumento en el requerimiento de encajes de una moneda tiende a elevar la tasa de interés relacionada con dicha moneda y los costos de transacción, lo que la hace menos atrayente para ambos prestamista y prestatario. Esta política diferenciada ha sido aplicada en el Perú y toma un rol predominante a partir del año 1992 con un encaje a la moneda extranjera del 50 por ciento versus el encaje en moneda nacional de solo 9 por ciento, como parte de las políticas para disminuir la dolarización (Rossini, 2016). Nuevas medidas propuestas en el 2013, siendo la más importante un alza considerable en nivel de encaje bancario de las operaciones en dólares (casi al 45%[5]) aceleraron el proceso de desdolarización (Ore et al., 2018). Véase gráfico 2.

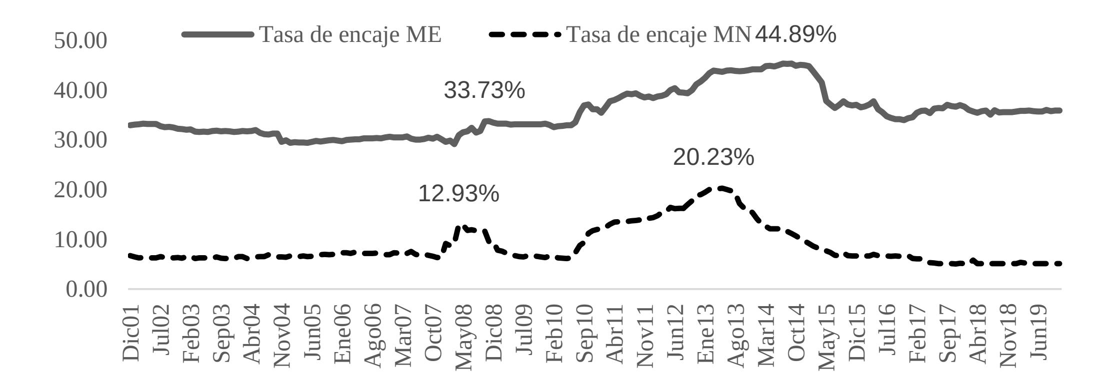


Gráfico 2 Tasa de Encaje Efectiva de las Empresas Bancarias (%) en ME y MN
Fuente BCRP 2019. Elaboración Propia.

3.2.4. Desarrollo de mercado de capitales

El desarrollo de un mercado de capitales ha sido una de las metas principales de las entidades del gobierno peruano desde finales del milenio pasado, con un especial interés en la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Peruano (BTP), impulsando la consolidación de una curva de rendimientos que sirva de referencia para el mercado de capitales del país (BCRP, 2019). La emisión de bonos ha tenido un aumento significativo, sin embargo, la mayoría sigue concentrada en Bonos del sector público. Véase Gráfico 3 y gráfico 4

[5] El aumento en el encaje de dólares responde al Banco Central modificando los requerimientos a fin de ayudar a disminuir la preferencia por el endeudamiento en moneda extranjera. Este encaje fue principalmente a créditos personales, vehiculares. No fueron afectados los créditos dados por entidades financieras a fomentar el comercio exterior.

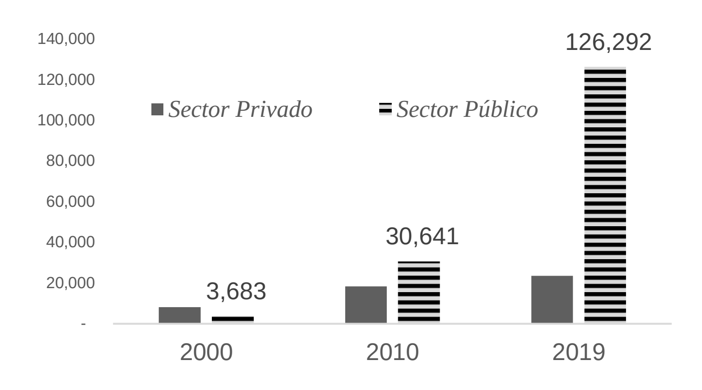


Gráfico 3 Bonos del mercado peruano (millones de soles)
Fuente: BCRP, SMV.

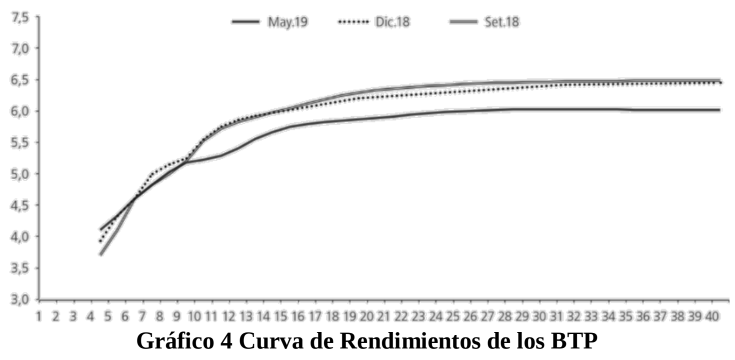


Gráfico 4 Curva de Rendimientos de los BTP
Fuente: BCRP

La emisión de BTP de largo plazo redujo la dolarización del crédito, probablemente debido a que facilitó la financiación bancaria y los precios de los préstamos de largo plazo en moneda doméstica. Sin embargo, la evidencia empírica también señala que un aumento en los mercados de capitales y la creación de nuevos instrumentos generan una mayor dolarización en los créditos pues compiten con los préstamos bancarios en nuevos soles. (Garcia Escribano, 2011) Es importante considerar que este efecto puede ser neutralizado con el desarrollo de instrumentos de largo plazo indexados a la inflación en soles ya que influirá en la solarización del sistema privado de pensiones. A la fecha no existe discusión empírica sobre esta última parte.

3.3. El efecto diferenciado en empresas y hogares

Uno de los aspectos más importantes a la hora de la evaluación de la efectividad de las políticas del BCRP en disminuir la dolarización es como afectaron a distintos agentes en la economía en términos de su respuesta. Según los tipos de depósito son las empresass quienes tienen una mayor cantidad de cuentas en dólares. Un análisis de correlación de variables macroeconómicas clave a nivel de distintos países hecho por el FMI sugiere que la dolarización de los depósitos y préstamos de las empresas se correlaciona principalmente con el desarrollo del mercado financiero para los países de ingresos más altos y bajos. La correlación entre la dolarización de los préstamos y la inflación de las empresas es más fuerte para los países de mayores ingresos, pero la correlación de la dolarización y la inflación de los depósitos de las empresas es más fuerte para los países de

bajos ingresos. En el caso de la dolarización de los préstamos familiares, los países de bajos ingresos muestran correlaciones mayores con las variables macroeconómicas que los países de mayores ingresos. La dolarización de los depósitos familiares parece estar fuertemente correlacionada con el desarrollo del mercado financiero. Los consumidores han disminuido fuertemente su nivel de transacciones en dólares en los últimos años. Según información de la SBS, la dolarización de los préstamos disminuyó de 82.62 por ciento en mayo del 2001 a 32.82 por ciento a setiembre del 2017, y la dolarización de los depósitos se redujo de 74.95 a 42.85 por ciento durante el mismo período. Véase el grafico 5

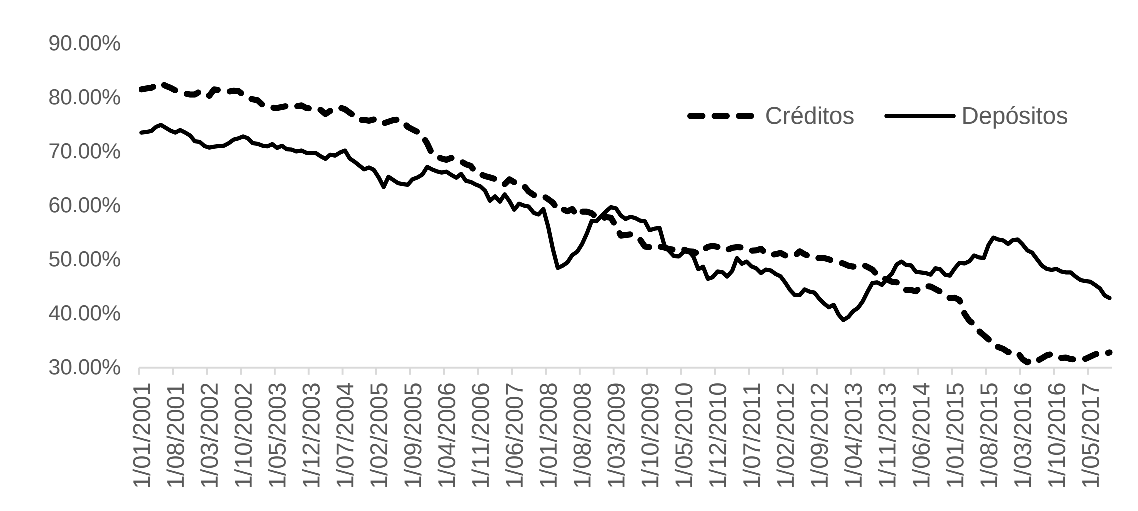


Gráfico 5: Evolución de la dolarización de Créditos y Depósitos de la banca múltiple como porcentaje del total de operaciones.

Fuente SBS. Elaboración Propia

Un estudio sobre el rol de las empresas financieras internacionales y las tasas de interés para la zona euro entre el 2000 y el 2006 (Basso et al., 2011), muestra en su evidencia empírica que mayores diferenciales de tasas de interés en préstamos aumentan la dolarización del crédito. Por otro lado, la dolarización de depósitos disminuye cuando aumenta el diferencial de tasa de interés de los depósitos. Por lo tanto, los diferenciales de tasas de interés son importantes. Observan que la dolarización del crédito de los hogares es menor en comparación con la dolarización de las empresas. Una distinción importante entre los hogares y las empresas es que la apertura de un país a la economía internacional está contribuyendo a la dolarización de las firmas, pero no a la dolarización financiera de los hogares. La heterogeneidad de los agentes en la economía con asimetrías en la información y de distintos tamaños genera una persistencia en la dolarización (Winkelried & Castillo, 2010).

La caída en la dolarización del crédito en hogares es explicada por los mayores incentivos a consumir e prestarse en soles. Un cambio importante es la disminución de la dolarización de los créditos hipotecarios en 23% y vehiculares en 57%, las mayores inversiones que suele tener un hogar(Ore et al., 2018; Ramos & Céspedes, 2018). A nivel de personas se encuentra que la

dolarización, en especial de los créditos, es heterogénea y afectada por características sociodemográficas. Las personas mas educadas y con mas altos ingresos suelen ser las más dolarizadas (Cespedes, 2018; Ramos & Céspedes, 2018; Saldarriaga & Del Aguila, 2017).

En el lado de las empresas es importante considerar que existe una alta persistencia en bienes intermedios y de manufactura, lo que afecta particularmente a las empresas que requieren contar con dólares para comprar insumos. Se considera a este como uno de los factores que expliquen la menor desdolarización real de los depósitos de personas jurídicas. Una encuesta del BCRP a 323 empresas no financieras revela que existe mayor dificultad en cambiar la moneda de las transacciones de los bienes intermedios e insumos que de otros costos (Contreras, Quispe, Regalado, & Martinez, 2017) lo que implica una fuerte rigidez en la estructura de costos y una necesidad de las empresas de tener un balance en dólares.

3.4. El efecto diferenciado por niveles de ingreso

La dolarización depende directamente del nivel de ingresos y la capacidad de endeudamiento de las personas y empresas. Esto se discute en base a que los agentes con ingresos mas altos pueden endeudarse en moneda extranjera pues tienen mayor capacidad de afrontar los shocks que existen en el tipo de cambio, al tener más información, lo que no pasa con agentes con un menor nivel de ingresos. La evidencia empírica señala que para el grupo con menores ingresos esta decisión no sería optima (Cespedes, 2018). Con el paso de los años, esta regla se ha cumplido en el Perú, solo a nivel de empresas, las corporaciones y las grandes empresas han aumentado significativamente su nivel de prestamos en dólares, mientras que la pequeña y la mediana empresa se prestan mayoritariamente en soles, solo el 3.13 por ciento de sus operaciones se realizaban en dólares al 2017. Véase gráfico 6.

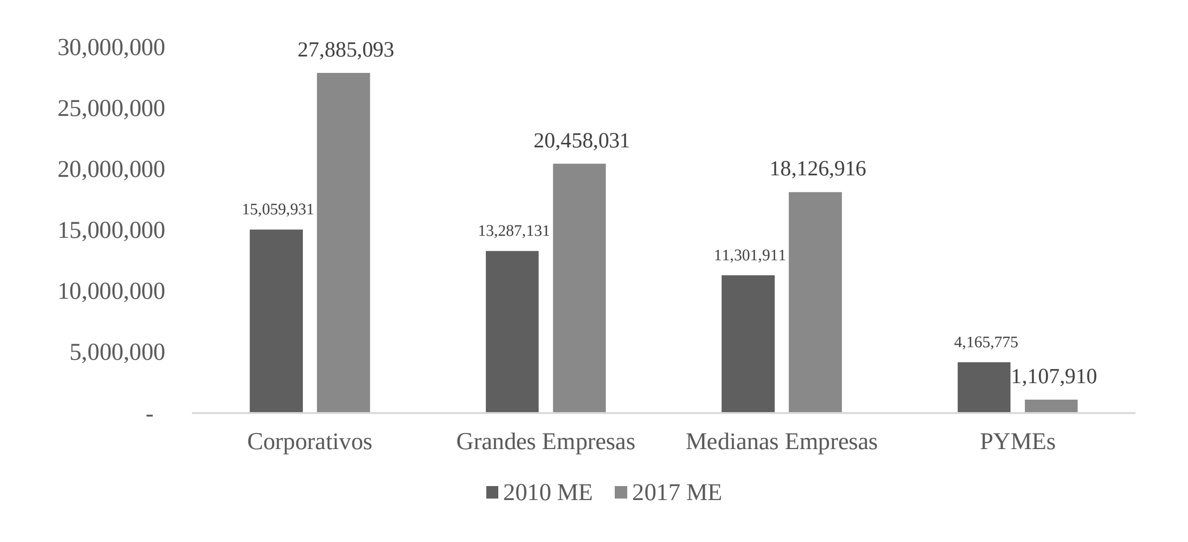


Gráfico 6: Créditos En Moneda Extranjera Del Sistema Financiero Por Tipo De Empresa En Miles De Soles

Fuente: SBS. Elaboración Propia

4. CONCLUSIONES

En general, el Perú se considera un caso de éxito en temas de inflación y desdolarización, es básicamente uno de los casos de estudio sobre los aportes de una buena política macroeconómica y de incentivos a los agentes. Sin embargo, la dolarización persiste y es diferenciada. Los costos de transacción relacionados a las revisiones y adendas en los contratos y la falta de incentivos a cambiar las practicas usuales del mercado generan un alto grado de inercia en el proceso de desdolarización (Rossini, Vega, Quispe, & Pérez, 2016)

Al parecer la crisis inflacionaria de los ochentas, a pesar de haber sido hace prácticamente 40 años, sigue presente en la memoria de todos los agentes de la economía peruana, por lo que quizás el nivel de dolarización nunca disminuya por completo. Las personas y las empresas, en especial las que tienen un mayor contacto con el exterior siempre mantendrán una parte de sus ahorros y créditos en dólares. Se entiende que no es posible forzar a las personas y a las firmas a considerar únicamente soles como su única moneda de cambio, sin embargo, es necesario un mayor fomento del uso del sol, en especial en los sectores más afluentes que todavía tienden a medir su riqueza en dólares, y realizan sus operaciones en esta moneda, aunque sea mas fácil hacerlo en soles.

Por otro lado, podemos ver que las políticas implementadas por el BCRP si tuvieron un impacto significativo en la disminución de la dolarización, la meta de inflación y las distintas políticas de encaje diferenciado por tipo de moneda ayudaron a hacer mas atractivo el sol como moneda de cambio y que recupere ciertas funciones dinerarias. Casi toda la literatura consultada concuerda en la importancia de las políticas macroeconómicas y la agenda del BCR como un instrumento crucial para la disminución de la dolarización de la economía. La estrategia de usar en simultaneo las políticas entes mencionadas ayudó a un cambio abrupto en el comportamiento de los agentes de la economía. Un factor que se debe impulsar todavía mas es el desarrollo de un mercado de capitales local, en soles. De esta manera se espera que la liberalización financiera influya a cambiar rezagos de comportamientos de persistencia de dólares, mediante la creación de mas instrumentos que permitan la cobertura frente a shocks en la inflación y el tipo de cambio y la tasa de interés.

5. BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. In G. Yamada & D. Winkelried (eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (pp. 61–94). Lima: Universidad del Pacífico.

Basso, H. S., Calvo-Gonzalez, O., & Jurgilas, M. (2011). Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of banking & finance*, *35*(4), 794–806. doi:10.1016/j.jbankfin.2010.11.018

BCRP. (2019). *Reporte de estabilidad financiera*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Castillo, P., Montoro, C., & Tuesta, V. (2008). Política monetaria en una economía con dolarización parcial. *Revista Moneda*, (138).

Catao, L. A. V., & Terrones, M. E. (2016). Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience. In G. Yamada & D. Winkelried (eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (pp. 121–144). Lima: Universidad del Pacifico.

Cespedes, N. (2018). La heterogeneidad de la dolarizacion de los creditos a nivel de personas. *Revistas Estudios Economicos*, (35), 9–28.

Contreras, A., Quispe, Z., Regalado, F., & Martinez, M. (2017). Dolarización real en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, (33), 43–55.

Corrales, J., & Imam, P. (2019). Financial dollarization of households and firms. *IMF Working Papers*, *19*(19), 1. doi:10.5089/9781484393192.001

Garcia Escribano, M. (2011). Factores que impulsan la desdolarización en el Perú. *Revista Estudios Economicos*, (21), 23–40.

Kubo, K. (Ed.). (2017). *Dollarization and De-dollarization in Transitional Economies of Southeast Asia*. Cham: Springer International Publishing. doi:10.1007/978-3-319-57768-5

Levy Yeyati, E. (2006). Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, 61–118.

Mecagni, M., Corrales, J., Dridi, J., Garcia-Verdu, R., Imam, P., Matz, J., … Yehoue, E. (2015). 3. Effective De-Dollarization Strategies. In *Dollarization in Sub-Saharan Africa : Experiences and Lessons:* INTERNATIONAL MONETARY FUND.

Nicoló, G. D., Honohan, P., & Ize, A. (2005). Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of banking & finance*, *29*(7), 1697–1727. doi:10.1016/j.jbankfin.2004.06.033

Ore, E., Pardo Figueroa, R., Contreras, A., Ortiz, M., & Castillo, P. (2018). Taxonomia de a desdolarizacion del credito. *Moneda*, (174), 4–8.

Peru. (2015). INTERNATIONAL MONETARY FUND. doi:10.5089/9781513599748.071

Ramos, M. G., & Céspedes, N. (2018, March). La dolarización en los créditos personales en el perú. *Revista Moneda*, (173). Retrieved from http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/revista-moneda/revista-moneda-173.html

Rossini, R. (2016). La Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú. In G. Yamada & D. Winkelried (eds.), *Política Y Estabilidad Monetaria En El Perú* (1st ed., pp. 23–35). Lima, Perú: Universidad De Pacífico.

Rossini, R., Vega, M., Quispe, Z., & Pérez, F. (2016). Expectativas de inflación y dolarización en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, (31), 71–84.

Saldarriaga, M., & Del Aguila, P. (2017). Dolarizacion. *Revista Moneda*, (170).

SEGURA, A. (2015). Some thoughts on the fiscal policy and the unfinished agenda. In A. Santos & A. Werner (eds.), *Peru* (pp. 401–416). IMF.

Vega, M. (2018). El esquema de Metas de inflacion y la inflacion peruana. *Revista Moneda*, (173), 4–8.

Winkelried, D., & Castillo, P. (2010). Dollarization persistence and individual heterogeneity. *Journal of International Money and Finance*, *29*(8), 1596–1618. doi:10.1016/j.jimonfin.2010.05.001